

25 maj 2018

Italien och lapptäcket som spricker

Av Henrik Unell, Chief Strategist

Ruset som kom av sig
Italien, en template för Europa?
Sverige och gatekeepers som sover på sin post

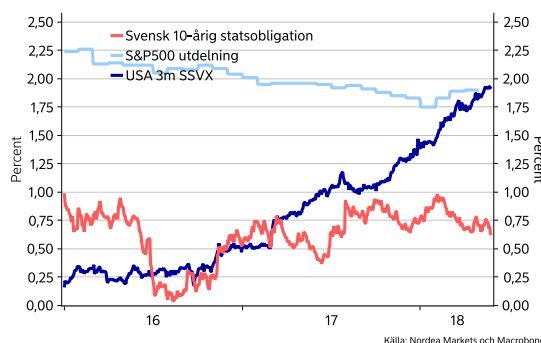
Ruset som kom av sig

Centralbanker har från tid till annan fungerat som en välgörenhetsinrättning för tillgångsmarknader via nollräntor och QE. Efter årsskiftet framstår dock tillgångar som fysiskt sårbara. Billiga pengar/QE (en penningpolitisk snömosteori som tangerar mystik och svag logik) som medel för att nå "escape velocity" sparkar bakut när nivån på den amerikanska 10-åringen når 7-års högsta (3,12%) och en 3m statsskuldväxelränta avkastar högre än utdelningen på S&P500. Vår analys är att börsexpansion förvandlats till en överbelastning. Höga värderingar, förväntningar om ytterligare marginalexpansion hos det globala medianbolaget under 2019 i kombination med en överexponering i aktier gör marknaden sårbar. Den typen av marknad kräver i större utsträckning en positiv makromiljö, liknande den 2017. Det som i inledningen av det här året såg ut som en överblickbar och fortsatt stark konjunktur levererar nu tillväxtinbromsning, i synnerhet i Europa. Stigande oljepris, högre räntor och kreditåttstramning (reverserad Fed-QE och kommande QE-stop från ECB) ger den finansiella marknaden mindre jetbränsle samtidigt som survey-data (IFO, PMI) vänder ned. Den amerikanska ekonomin får dock stöd från tidigare skattesänkningar, statlig utgiftsexpansion samt stigande oljepriser som driver shale-oil investeringar. Ett sen-cykliskt amerikanskt inflationstryck gör det mindre sannolikt att Fed anpassar sin penningpolitik till ett sämre globalt konjunkturmomentum. Spill över effekten av att USA anser sig behöva högre räntor (men inte omvärlden) bidrar till nuvarande dollarstyrka vilket resulterar i en squeeze avseende skuldservice i flertalet EM-länder. QE-drogen, likt alla andra droger, är den enklaste av alla nöjen då den inte kräver något för att få en positiv effekt. Börser har bara kunnat luta sig tillbaka och invaggas i illusionen att det skapas nya och högre värden när det i huvudsak bara handlar om att företagens finansieringskostnader försvunnit, p/e-tals uppskrivning och aktieåterköp.

Det som i inledningen av det här året såg ut som en överblickbar och fortsatt stark konjunktur ger nu tillväxtinbromsning



Source: Nordea Markets and Macrobond



Källa: Nordea Markets och Macrobond

vänster: Mindre likviditet i det finansiella systemet för att driva börser

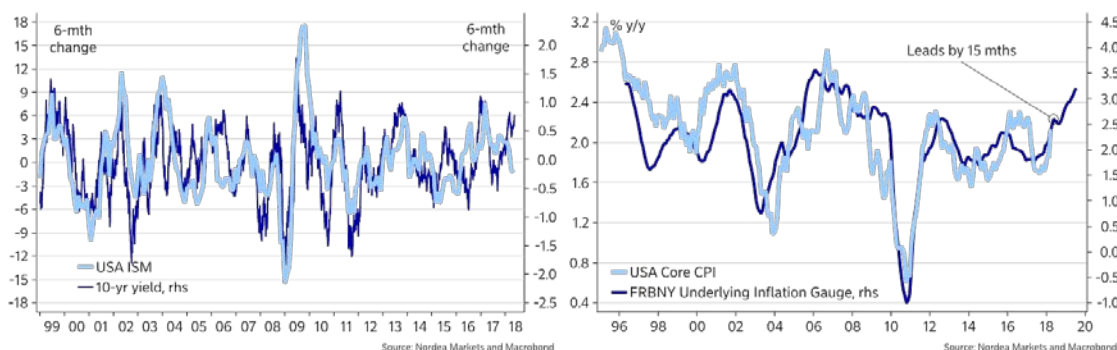
höger: 3m ssvx yieldar 1,92%, ett par punkter högre än utdelningen på S&P och 135 punkter mer än en svensk 10-åring!

USA – Rate hikes just keep on coming

Flackningen i den amerikanska yieldkurvan ger förvisso en klassisk lågkonjunktursignal men fortsatt låga realräntor gör att vi sannolikt endast kommer se en utplaning av konjunkturen och inget dramatiskt fall, åtminstone i det omedelbara perspektivet. Nivåskiftet i "riskfria" obligationsräntor resulterar dock i att högt värderade amerikanska aktier/ högkuponare, har svårare att hitta köpare. Börsen borde dock tillfälligt kunna hitta stöd i "repatriation"-flöden och lägre bolagsskatter som höjt vinstnivåer. Forward p/e på 16 (S&P500) får ingen bedömare att höja på ögonbrynen då värderingen ligger nära sitt långsiktiga genomsnitt. Det är dock skillnad på att köpa p/e 16x med låga vinstmarginaler v.s. dagens rekordhöga marginaler, i synnerhet när löner och inflation är på väg upp. Det är värt att notera att kapitalägarens vinster (S&P500) ökade med 25% i årstakt det första kvartalet 2018 och lönetillväxten var under samma period 2,6% y/y! Alla måste kölhalas i vinstintressets namn och ingen behöver därför någonsin undra var Trump kom från.

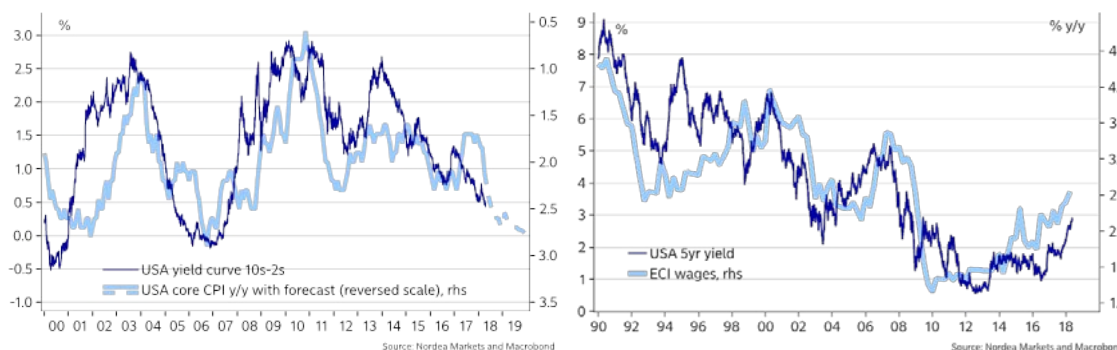
Givet att finansiella marknader inte kollapsar så är det sannolikt att tillväxten fortsätter i ett 2-2,5% tempo och arbetslösheten ska trenda vidare ned. Lönetillväxten ger förutsättningarna för den amerikanska konsumtionsekonomin att växa. Trumps skattesänkningar har dock för hushållen kortslutits av högre bensinpriser, snart 3\$/gallon. Men USA har blivit en "petro-ekonomi" där oljeinvesteringar stiger kraftigt och det nettobidraget är större än hushållens konsumtionsbortfall. Högre olje- och bensinpriser lyfter i dagsläget inflationsförväntningar och med en viss eftersläpning även löneanspråk. Inflation på 2,5% och produktivitet på 1% ger ett "teoretiskt" löneutrymme på 3,5%. Det är en nivå i närheten av Atlanta Feds medianlönemätning. Vi räknar med att räntor ska stiga och att kurvan ska fortsätta flacka. Höjningstempot hos Fed kommer växla upp i takt med att arbetslösheten faller vidare. Fed säger sig tolerera att inflationen skjuter över målet men givet oljeprisets påverkan på KPI, som redan under sommaren kan nå 3%, så är det en förväntad kommentar. Det är ett sätt för Fed att hålla räntor i schack. Men "måttlig höjningstakt" ska i något läge bli mer aggressiv och marknadens prissättning är inte där.

*Inflation på 2,5%
och produktivitet
på 1% ger
ett "teoretiskt"
löneutrymme på
3,5%.*



*vänster: Momentum i
konjunkturen har
kommit av sig men
räntor fortsätter stiga*

*höger: Feds
inflationsmodell pekar
mot högre inflation
framåt*



*vänster: och i takt med
att Fed höjer vidare
ska kurvan flacka*

*höger: löner och den
amerikanska 5-
åringen går hand i
hand*

Europa – Italien, en template för framtiden?

Italiensk ekonomi låter sig bäst beskrivas som en stor skuld ställd (132%/BNP) mot en stagnerande inkomst där ECB fungerar som en stabiliseringsmekanism via sitt QE-program. Det svaga politiska systemet (64 regeringar efter 2:a VK) har resulterat i att staten lånat istället för att beskatta. Det har inneburit att de som skulle beskattas istället köpt statsobligationer, därav att den stora statsskulden är inhemskt ägd (60%). De som ägde obligationerna vann på lotto när de konverterades till hårdvalutan euro från devalveringsvalutan lire. Därefter började dock problemen på riktigt. I eurosamarbetet gick det inte längre att trola bort skulden via inhemska valutatrix. Italien har sedan krisen genomfört vissa strukturreformer men framförallt har de dragit nytta av ECB:s billiga pengar. Nu kan populisterna återvända till politiken som skapade skulden och dela ut pengar för röstfiske istället för att sköta finanserna. Och varför skulle de inte göra det? Upplåningen är billig och en krasch för Italien blir också en krasch för EU så det är den perfekta konfrontationen. Den svaga politiska strukturen exponerar nu allt som gått fel.

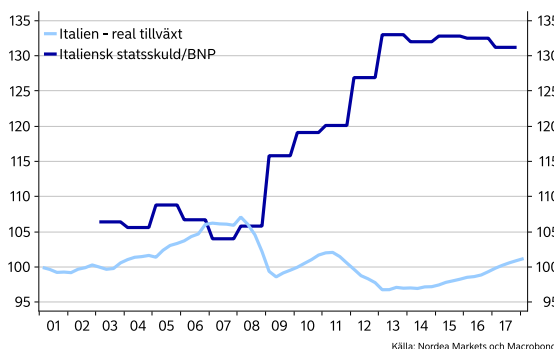
Förr eller senare måste Italien lämna euron om de inte sluter en pakt där resten av EU tar en jättesmäll i nedskrivningar mot att Italien genomför en fullständig politisk och ekonomisk reform. Föga sannolikt dock. Möjligen kan den populistiska dikeskörningen hejdas av att marknaden är snabb att prisa ut låntagaren Italien men då ska räntor upp ett antal procentenheter härifrån. Det är rimligt att tro på konfrontation mellan EU och Italien för att den är logisk. Landet befinner sig i förfall (20 år utan tillväxt) och till sist blir man desperat. Den liberala politisk/ekonomiska ordningen har inte förmågan att lösa problemen och till sist faller systemet. Det är en template för vad som kan hända/händer i fler demokratier. Så länge ECB köper italienska obligationer finns en stor motståndare givet att marknaden vill gå kort italienska räntor. Men snart är ECB:s räddningsprogram över. Den nya regeringens förmåga att vara pragmatiskt tuff (visavi EU) men samtidigt "lagom" oansvarig (med statsfinanserna) blir det stora lackmustestet och obligationsmarknaden kommer nog följa detta drama.

Upplåningen är billig och en krasch för Italien blir också en krasch för EU så det är den perfekta konfrontationen



vänster: tillverkningsindustrin i Tyskland! Något elakt håller på att hända.

höger: och lägre PMI har historiskt inneburit att aktier får det svårt



vänster: Skulden ökar och tillväxten står still..

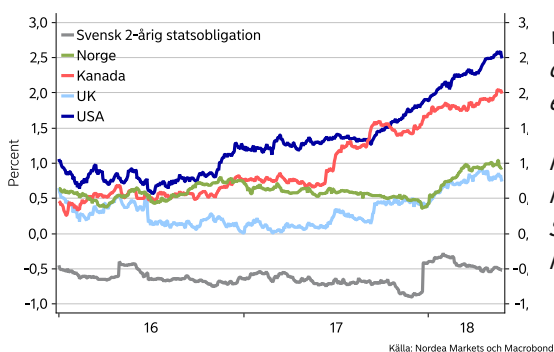
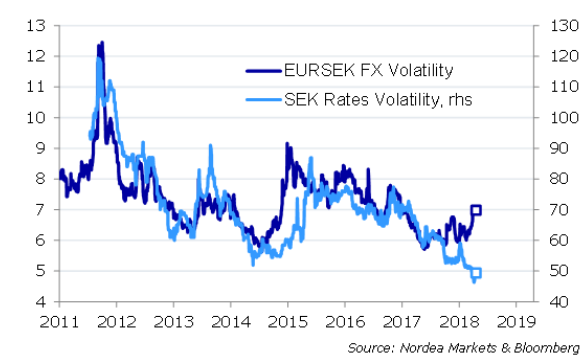
höger: ...det borde väl ändå betyda en större riskpremie för italienska obligationer?

Sverige och gatekeepers som sover på sin post

Formen är viktigare än innehållet och alldeles för få ifrågasätter motiv, resultat eller innehåll i den penningpolitiska verksamheten. Finansutskottets utfrågning av Riksbanken i början av maj var en i vanlig ordning platt historia, och från de folkvalda, ett okritiskt närmande av svensk penningpolitik. Istället för att vara en gatekeeper som skyddar svensk ekonomi mot falska profeter så ser man istället ett sammanväxande av lojaliteter. Det fortsatta förtroendet för Ingves som resulterat i en ny 5-årig mandatperiod som Riksbankschef (han kommer ha suttit i 17 år) är ytterligare ett exempel på det. Ingen folkvald gör antagandet att ledande personer för centralbanken har gjort ödesdigra val för svensk ekonomi. Vad som begränsar finansutskottets synfält vet jag inte. Kanske tänker de att den formella auktoriteten går förlorad om kritik förs upp på bordet så det blir en frivillig förnekelse av förhållanden som inte tål att talas om. Att EURSEK handlar på sin näst svagaste kurs sedan 1:a VK borde, kan man tycka, till och med kunna väcka en sömning centerpartist och ställa frågan om Riksbanken verkligen har marknadens förtroende? Eftersom Riksbanken har socialiserat den svenska avkastningskurvan så är det bara i FX-marknaden som vi kommer kunna se riskpremien, att falluckan för svensk penningpolitik har öppnat sig. SEK-volatilitet stiger således men räntevolatilitet faller.

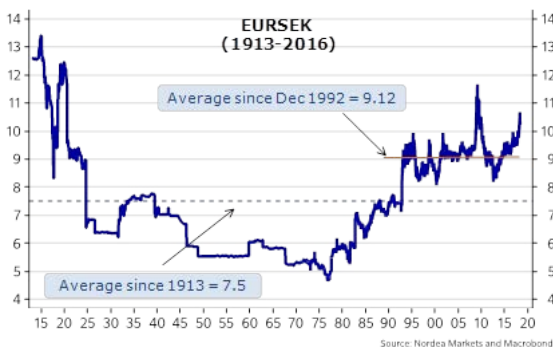
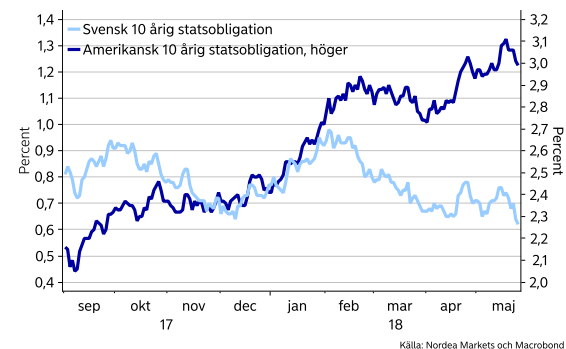
I USA, Kanada, UK och Norge har korträntor exploderat. I Sverige handlar en 2-årig statsobligation på samma nivå som i januari 2016! Åtstramningen skjuts hela tiden på framtiden och beskedet från Riksbanken i april var en första höjning i slutet av det här året (den senarelades). Det viktiga när det gäller kommunikationen för en centralbank är förståelse, att kunna formulera en berättelse och förmedla en logik. Riksbankens enda dissident (Henry Ohlsson), som i april ville höja räntan till -25p, konkluderade: Inflationen(KPIF) har det senaste året varit 2%. Prognosen är att inflationen ska vara 1,9-2% i snitt de nästkommande tre åren. Långsiktiga och kortsiktiga inflationsförväntningar är 2% = MÅLuppfyllelse. Riksbankens berättelse är det ingen i marknaden som förstår. Men Riksbanken ifrågasätter inte sin idévärld och har därmed ingen möjlighet till förståelse och förändring. Men finansutskottet gillar Riksbanken. Är det ett gott tecken?

Ingen folkvald gör antagandet att ledande personer för centralbanken har gjort ödesdigra val för svensk ekonomi.



vänster: FX-vol stiger och räntevol faller som en sten

höger: Korta räntor upp i omvärlden men Svenska räntor är en historia om...ingenting



vänster: och längre löptider sedan förra hösten...zzzzzz

höger: MEN konfettikronan! Någon folkvald som förstår vad det innebär? Nähä, inte det. Somna om.

Skuldtanken

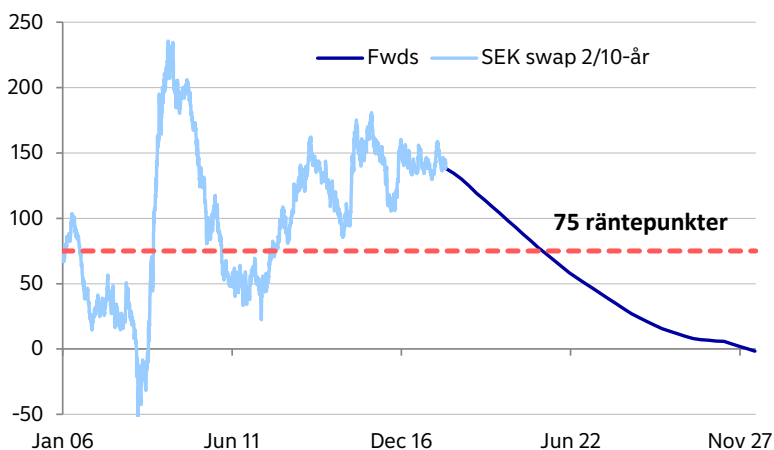
Riksbankens lågräntepolitik i kombination med stor och växande överskottslikviditet i banksystemet (som konsekvens av Riksbankens köpprogram för statsobligationer) håller ned 3m Stibor. Samtidigt har långa räntor i USA dragit iväg uppåt då marknaden förväntar sig fortsatta räntehöjningar från Federal Reserve. Det finns en hyggligt hög sannolikhet att svenska långa räntor kan komma att stiga från dagens nivåer trots en oförändrad reporänta. Detta leder till att räntedifferensen mellan en 10-årig swap och 3m Stibor kan komma att fortsätta vara hög och till och med stiga. För en skuldhanterare som räntesäkrar sin skuldportfölj genom att betala fast ränta i till exempel en 10-årig swap innebär detta fortsatta ovanligt stora negativa kassaflöden.

Ett intressant derivat som kan ändra kassaflödesstrukturen i en skuldportfölj utan att nämnvärt ändra durationen är en variant på så kallade Constant Maturity Swaps (CMS)

Värt att komma ihåg är att Riksbanken gjorde en rejäl nedrevidering av sin inflationsprognos i februarirapporten. Men även den nya prognosen har visat sig vara för hög. Under första kvartalet var inflationen exklusive energi 0,2 procentenheter lägre än Riksbankens bedömning. Riksbanken har alltså i ett antal rapporter tvingats göra en omvärdering av inflationstrycket.

Skillnad mellan en CMS och en vanlig swap En CMS och en vanlig swap har båda ett fixerat förfallodatum. I en vanlig swap sker betalningar i det rörliga benet var tredje månad och så även i det fasta benet, om man inte väljer att låta den betalningen ske en gång om året. För en CMS sker betalningar typiskt sett var tredje månad. I en vanlig swap är det rörliga benet kopplat till 3m Stibor medan det fasta benet bestäms då swappen ingås. För en CMS är båda benen kopplade till marknadsräntan på swappar med valfria löptider. Till exempel kan man välja att erhålla vad en 10-årig swap visar och betala vad en 2-årig visar. En viktig skillnad mellan en vanlig swap och en CMS är att en CMS saknar ränterisk. Om alla räntor på alla löptider faller med en räntepunkt kommer inte nuvärdet i en CMS påverkas nämnvärt men det gör det ju för en vanlig swap.

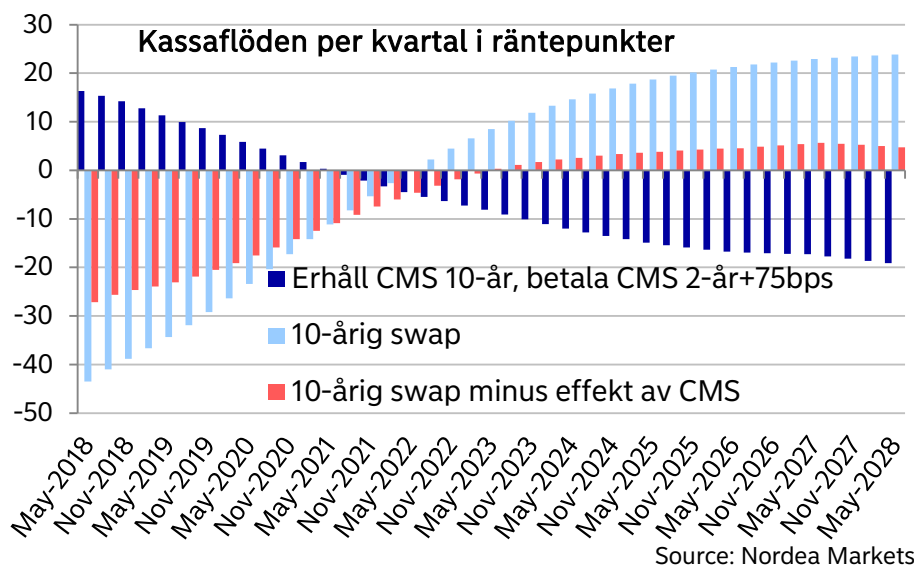
Vill man använda ett derivat med noll i nuvärde som enligt marknadens forwardkurva ger positiva kassaflöden i närtid, så måste man ju givetvis vara beredd på att acceptera negativa kassaflöden i framtiden. Annars kan ju inte nuvärdet bli noll. Dock kan framtida räntor komma att avvika från vad marknaden prissätter och till exempel kan lutningen mellan 2 och 10-års räntor utfalla högre i framtiden än av forward kurvan prissätter



Source: Nordea Markets

vänster: Lutningen mellan 2 och 10-årig swap samt vad marknaden prissätter i forwardledet

En CMS där en skuldhanterare erhåller den 10-åriga swapräntan och betalar den 2-åriga swapräntan plus en spread (till exempel 75 räntepunkter) ger alltså ett antal år av "lindring" av de negativa kassaflöden det innebär att betala en fast ränta en bra bit över 3m Stibor enligt grafen den schematiska grafen nedan. Möjligheten finns givetvis att kurvlutningen 2/10-år fortsätter vara brantare än 75 räntepunkter vilket skulle förlänga perioden av positiva kassaflöden. Samtidig ska man inte glömma bort att det finns en risk att kurvan flackar mer än vad som är prissatt och då förkortas perioden istället.



*vänster: Förenklad bild
 över kvartalsvisa
 kassaflöden med dagens
 marknadsprissättning*

Disclaimer and legal disclosures for investment recommendations

Origin of the publication or report

This publication or report originates from Nordea Bank AB (publ), including its branches Nordea Danmark, filial af Nordea Bank AB (publ) Sverige, Nordea Bank AB (publ) filial Finland and Nordea Bank AB (publ) filial Norge together "Nordea" and although their unit Nordea Markets. Nordea Bank AB (publ) is supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the branches are supervised by the Swedish Financial Supervisory Authority and the Financial Supervisory Authority in their respective countries.

Content of the publication or report

This recommendation has been prepared solely by Nordea Markets.

Options or investment recommendations from Nordea Markets may delist from one another or from recommendations or options presented by other departments in Nordea. This may apply to other results of differing time horizons, methodologies, contexts or other factors.

Investment options, ratings, recommendations and target prices are based on one or more methods of valuation, for instance cash flow analysis used for multiples, balance sheet analysis of underlying market movements. In combination with consideration of the market situation and the time horizon. Key assumptions of forecasts, ratings, recommendations, target prices and projections in research or reproduced appear in the research material from the named source. The date of publication appears from the material cited or reproduced. Options and estimates may be updated in subsequent versions of the publication or report, provided that the relevant company/issuer is treated anew in such later versions of the publication or report.

Validity of the publication or report

All options and estimates in this recommendation are, regardless of source, given in good faith, and may only be valid at the stated date and time of this recommendation and are subject to change without notice. This recommendation has not been disclosed to the issuer directly or indirectly.

No individual investment or tax advice

The recommendation is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the basis for any investment decision or strategy. This recommendation has been prepared by Nordea Markets as general information for private use of the investors to whom the recommendation has been distributed, but it is not intended as personal recommendation of particular financial instruments or strategies and thus it does not provide individually tailored investment advice, and does not take into account the individual investor's particular financial situation, existing holdings or liabilities, investment knowledge and experience, investment objective and horizon or risk profile and preference. The investor must particularly ensure the suitability of an investment as regards his/her financial and fiscal situation and investment objective. The investor bears the risk of losses in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, the investor should consult his/her financial adviser.

The information contained in this recommendation does not constitute advice given as a consequence of making any particular investment decision or strategy. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial merits of his/her investment.

Sources

This recommendation may be based on or contain information, such as opinions, recommendations, estimates, price targets and valuations which are taken from Nordea Markets' analysts or representative, publicly available information, information from other units of Nordea, or other named sources.

To the extent this publication or recommendation is based on or contains information emanating from other sources ("Other Sources") than Nordea Markets' ("General Information"), Nordea Markets has deemed the Other Sources to be reliable but neither Nordea, others associated or affiliated with Nordea or any other person, do guarantee the accuracy, adequacy or completeness of the General Information.

The perception of opinions or recommendations such as Buy/Sell or similar spread on the market and the definition of the market shown in the link at the bottom of the page or on the website of each named source.

Limitation of liability

Nordea or other associated or affiliated company assumes no liability regarding any investment, divestment or retention decision taken by the investor on the basis of this recommendation. In no event will Nordea or other associated or affiliated company be liable for direct, indirect or incidental, special or consequential damages resulting from the information in this publication or report.

Risk information

The risk of investing in certain financial instruments, including those mentioned in this document, is generally high, as their market value is exposed to a

lot of different factors such as the operational and financial conditions of the relevant company, growth prospects, changes in interest rates, the economic and political environment, foreign exchange rates, shifts in market sentiment, etc. Where an investment or security is denominated in a different currency to the investor's currency of reference, changes in rate of exchange may have an adverse effect on the value, price or income of the investment to the investor. Past performance is not a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realized. When investing in financial instruments, the investor may lose all or part of the investment.

Conflicts of interest

Nordea, affiliate or staff in Nordea, may perform services for or have a conflict of interest with third parties, or otherwise be interested in the investments (including derivatives) of the company mentioned in the publication or report.

To limit possible conflicts of interest and counter the abuse of inside knowledge, the author of Nordea Markets are subject to internal rules on conduct which conduct the management of inside information, handling of unpublished research material, contact with other units of Nordea and personal account dealing. The internal rules have been prepared in accordance with applicable legislation and relevant industry standards. The object of the internal rules is for example to ensure that no author will abuse inside information to abuse confidential information. It is the policy of Nordea Markets that no individual is to derive revenues from capital markets activities and individual staff remuneration. Nordea and the branches are members of national investor associations in each of the countries in which Nordea has head offices. Internal rules have been developed in accordance with recommendations issued by the stockbroker associations. This material has been prepared following the Nordea Conflict of Interest Policy, which may be viewed at www.nordea.com/infid.

Distribution restriction

The securities referred to in this publication or report may not be eligible for sale in some jurisdictions. This research report is not intended for, and must not be distributed to US persons or within the US.

With respect to Singapore, this research report is intended only for, and may be distributed only to, accredited investors, expert investors or institutional investors in Singapore who may come at Nordea Bank Singapore branch of 2 Market Road, #02-01, Springvale Tower, Singapore 09955. This publication or report may be distributed by Nordea Bank, Singapore branch, which is subject to the supervision of the Monetary Authority of Singapore. With respect to Luxembourg, this publication or report may be distributed by Nordea Bank Luxembourg S.A., 58 rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg, which is subject to the supervision of the Commission de Surveillance Sectorielle Financière.

With respect to UK, this publication or report may be distributed in the UK to institutional investors by Nordea Bank AB, London Branch of 6th Floor, 5 Aldermanbury Square, London, EC2V 7AZ, which is subject to the supervision of the Financial Conduct Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority in the United Kingdom. Details about the extent of our regulation by the Swedish Financial Supervisory Authority and Prudential Regulation Authority are available from request.

This publication or report may not be mechanically duplicated, photocopied or otherwise reproduced, in full or in part, under applicable copyright law. For disclosures and disclaimers, visit <https://www.nordea.com/en/compliance>

Distribution of recommendations (last quarter)

Recommendation	Distribution	Definition
Buy	12.2%	Recommendation to buy
Sell	3.1%	Recommendation to sell
Hold	1.4%	Recommendation to hold
Other	75.4%	Recommendations that include buying and/or selling more than one financial instrument

Conflicts of interest

-

Recommendation changes in the past 12 months

Author(s)	Date issued	ISIN	Recommendation	Entry price	Price target	Valid until
Henrik Uvel, Jerk Mathers	2016-10-27		A bought payer swaption 5 year starting in 3 years			
Henrik Uvel, Åsa Clausson	2016-10-28					
Åsa Clausson	2017-02-14		buy a floor and sell a ceiling			